

跟踪评级公告

联合〔2019〕1446号

青岛海尔股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“海尔转债”进行跟踪评级，确定：

青岛海尔股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

青岛海尔股份有限公司公开发行的“海尔转债”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

青岛海尔股份有限公司

可转换公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
海尔转债	30.0749 亿元	6 年	AAA	AAA	2018 年 6 月 26 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据：

项 目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	1,571.64	1,667.00	1,774.45
所有者权益（亿元）	478.49	551.30	571.60
长期债务（亿元）	222.48	247.33	226.96
全部债务（亿元）	556.57	539.27	573.30
营业收入（亿元）	1,634.29	1,833.17	480.43
净利润（亿元）	90.28	97.71	26.66
EBITDA（亿元）	150.41	162.34	--
经营性净现金流（亿元）	167.04	189.34	13.24
营业利润率（%）	30.59	28.53	28.64
净资产收益率（%）	21.14	18.98	4.75
资产负债率（%）	69.55	66.93	67.79
全部债务资本化比率（%）	53.77	49.45	50.07
流动比率（倍）	1.11	1.18	1.11
EBITDA 全部债务比（倍）	0.27	0.30	--
EBITDA 利息倍数（倍）	10.51	11.08	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	5.01	5.41	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3. 2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

跟踪期内，青岛海尔股份有限公司（以下简称“公司”或“青岛海尔”）作为白色家电制造行业的全球领先企业，在行业地位、生产规模、研发实力、市场布局等方面仍具有很强的综合竞争优势。2018 年，公司整体经营情况良好，主要产品销量均有所增长，资产及收入规模保持增长，经营活动现金流状况较佳。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到白电行业竞争激烈、原材料价格波动、公司主要产品产能利用率均有所下降、商誉规模较大以及应收账款和存货对资金存在一定占用等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司智慧家庭战略的持续推进、零售转型带来的运营效率提升、高端品牌占比增加和全球化布局基本完成，公司在全球采购、生产、研发、渠道等方面将实现协同优势，综合竞争实力将进一步增强，有望继续保持在白电行业中的领导地位。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“海尔转债”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内，公司作为白色家电制造行业的全球领先企业，在行业地位、生产规模、研发实力、市场布局、多品牌矩阵等方面仍具有很强的综合竞争优势。

2. 跟踪期内，公司整体经营情况良好，主要产品销量均有所增长。

3. 跟踪期内，公司收入及资产规模均保持增长，经营活动现金流状况较佳，整体债务负担有所减轻。

关注

1. 白电行业竞争较为激烈，产品同质化特

征明显，公司外部竞争压力较大。

2. 随着公司全球化的深入推进，管理难度有所提升，品牌间的协同效应存在不确定性。

3. 公司收购 GEA 后形成较大商誉，若后期 GEA 经营业绩不及预期，将面临一定商誉减值风险。

分析师

唐玉丽

电 话：010-85172818

邮 箱：tangyl@unitedratings.com.cn

戴非易

电 话：010-85172818

邮 箱：daify@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http://www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

青岛海尔股份有限公司（以下称“公司”或“青岛海尔”），原名青岛琴岛海尔股份有限公司，成立于1989年4月，经青岛市体改委发（1989）3号文批准，在对原青岛电冰箱总厂改组的基础上，以定向募集方式设立。1993年3月和7月，青岛市股份制试点工作领导小组先后以青股领字（1993）2号和9号文批准，在进行规范化改造基础上，增发社会公众股5,000万元，将公司由定向募集公司转为社会募集公司。1993年7月，公司更名为“青岛海尔电冰箱股份有限公司”。公司股票发行经中国证券监督管理委员会证监发审字（1993）78号文复审通过，股票上市申请经上海证券交易所上证上（93）字第2087号文审核批准，于1993年11月在上海证券交易所挂牌交易（股票代码为“600690.SH”，股票简称为“青岛海尔”）。2001年5月，青岛海尔电冰箱股份有限公司更名为现名。后经多次资本公积转增股本后，截至2018年底，公司总股本为63.68亿股，海尔电器国际股份有限公司（以下称“海尔电器国际”）持股19.76%（均未质押），为公司第一大股东，公司实际控制人为海尔集团公司（以下简称“海尔集团”）¹。

图1 截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至2018年底，公司合并范围包括母公司及105家子公司，与上年相比增加14家子公司；公司拥有在职员工合计87,447人；2018年，公司经营范围及组织结构较上年无变化。

截至2018年底，公司合并资产总额1,667.00亿元，负债总额1,115.69亿元，所有者权益合计551.30亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司所有者权益合计394.02亿元；2018年，公司实现营业收入1,833.17亿元，净利润（含少数股东损益）97.71亿元，其中归属于母公司所有者的净利润74.40亿元；经营活动产生的现金流量净额189.34亿元，现金及现金等价物净增加额10.57亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额1,774.45亿元，负债总额1,202.84亿元，所有者权益合计571.60亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司所有者权益合计410.77亿元；2019年1~3月，公司实现营业收入480.43亿元，净利润（含少数股东损益）26.66亿元，其中归属于母公司所有者的净利润21.36亿元；经营活动产生的现金流量净额13.24亿元，现金及现金等价物净增加额-9.20亿元。

公司注册地址：青岛市崂山区海尔工业园内；法定代表人：梁海山。

¹海尔集团公司工商登记为股份制企业，根据青岛市国有资产管理办公室2002年6月1日出具的说明，认定海尔集团公司企业性质为集体所有制企业。

二、债券发行及募集资金使用情况

2018年12月18日，经中国证监会证监许可[2018]1912号文核准，公司完成发行300,749万元可转换公司债券，债券名称为“2018年青岛海尔股份有限公司可转换公司债券”（以下简称“本次债券”）。本次债券利率采取逐年递进方式，本次发行的可转债票面利率为第一年0.2%、第二年0.5%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。本次债券期限6年，每年付息，到期还本。本次发行的可转债转股期自本次可转债发行结束之日（2018年12月24日，T+4日）满6个月后的第一个交易日（2019年6月25日）起至可转债到期日（2024年12月17日）止。本次债券已于2019年1月18日在上海证券交易所挂牌交易，转债简称“海尔转债”，转债代码“110049”。

截至本报告出具日，本次债券尚未到第一个付息日。

截至2019年6月10日，扣除发行费用后，本次债券募集资金已使用12.36亿元，使用用途与募集资金约定使用用途一致。

三、行业分析

1. 家电行业运行概况

从国内市场来看，2018年，受经济增速减弱、房地产销售面积增速回落等因素影响，国内家电行业市场规模明显放缓，呈现前高后低走势，三四季度增长压力不断增加。市场规模方面，根据中怡康测算，2018年中国家电行业（不含3C）市场规模为9,480亿元，同比增长1.10%；较2017年14.10%的行业增幅出现明显回落。具体来看，白电行业方面，家用空调行业零售量、零售额分别增长3.00%、5.60%。冰洗产品方面，替换需求成为主要需求，销量增长乏力，结构升级带动均价提升，零售额保持小幅增长：冰箱行业零售量下降5.9%、零售额增长7.90%；洗衣机行业零售量、零售额分别增长0.1%、5.4%。厨卫行业方面，热水器零售量下降3.20%、零售额增长0.50%；油烟机、燃气灶零售额分别负增长7.90%、7.10%。价格方面，根据中怡康线下月度监测数据显示，2018年，冰箱行业零售均价4,167元，同比增长9.90%；洗衣机行业零售均价2,956元，同比增长9.93%。

从海外市场来看，受各区域经济发展水平、产品保有量等因素影响，2018年，各区域表现不一。美国市场大家电销售规模与17年基本持平；欧洲市场中冰冷行业受益于对开门、多门等大容量冰箱占比提升，洗涤产品受益大容量洗衣机、热泵干衣机、智能互联产品占比提升等因素影响，保持个位数增长；灶具和嵌入式产品同比持平；日本市场增长3%；澳新市场受经济景气及消费支出持续下滑、房地产行业走弱等因素影响，家电消费市场受到冲击，呈现负增长态势；南亚市场中，巴基斯坦市场受通货膨胀、货币贬值等因素影响，经济出现波动，家电市场增长放缓；印度市场受卢比贬值、成本上升、需求走弱影响，增长平缓，低于预期。

总体看，2018年，国内家电市场规模增幅明显回落；国外市场各区域表现不一。

2. 行业关注

（1）新一轮补贴政策出台，但力度不如以往

“家电下乡”、“以旧换新”、“节能惠民”等政策曾极大推动我国家电消费。目前上一轮补贴政策带动销售的家电产品已进入更换周期，2019年1月，发改委等十部门共同印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》，其中包括支持绿色

智能家电销售、促进家电产品更新换代等内容，但方案更注重结构化的消费升级且政策内容需根据各地方条件因地制宜，总体刺激力度不如前一轮，后续是否有新的配套政策出台尚需观察。在经济形势日趋复杂的背景下，相关优惠政策对家电行业整体的拉动作用可能较小。

（2）市场竞争加剧

家电行业是充分竞争性的行业，传统竞争格局一直较为激烈，由于家电市场已由大盘式增长向侵蚀性增长转变，且互联网等跨界竞争正呈愈演愈烈之势，传统纯硬件盈利模式的空间可能进一步受压。

（3）原材料价格波动

受全球经济整体疲软及大宗商品市场波动影响，面板、铜、钢等材料价格波动较大，如果上述原材料价格止跌回升，而终端销售价格不能有效化解成本波动影响，将对行业内企业经营业绩造成影响。

3. 行业发展

经过三十多年的快速发展，我国家电生产规模已居世界首位，是我国极具国际竞争力的产业之一。目前，中国家电行业已结束了高速增长，在新常态中面临着新的发展机遇。

一是更新换代带来的发展机遇。目前中国家电业已经进入更新消费为主的阶段，随着人民生活水平和质量普遍提高和收入的增长，城乡居民消费结构将过渡到更高层次，消费者对家电产品的档次、功能、品质的更高需求，为家电行业消费升级带来巨大的机遇。

二是创造新的消费需求。家电行业的发展一方面是客户对产品的选择，另一方面是生产厂商为消费者提供更多的产品选项。“十三五”期间将会有更多的新品类家电进入到消费者家庭，如智能卫浴电器，洗碗机，干衣机，嵌入式厨房等各类智能产品将大量进入普通家庭。

综合来看，产品研发与技术仍是家电行业的主旋律。把握消费升级，强化技术创新，是家电行业的发展方向。未来，中国家电业的技术改造将继续向纵深发展，由规模扩张转向效率驱动。数字化、智能化的科技革命将进一步推动中国家电业的制造模式变革，进一步迈入向现代制造业升级的新阶段。

四、管理分析

2018年，公司原职工监事王玉清因个人原因离职，于淼通过职工代表大会选举担任职工监事，公司其他核心团队人员稳定，管理制度连续，经营运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2018年，公司继续从事冰箱/冷柜、洗衣机、空调、热水器、厨电、小家电、U-home智能家居产品等的研发、生产和销售并为消费者提供智能家电成套解决方案和提供物流、家电及其他产品分销业务等渠道综合服务业务。2018年，公司实现营业收入为1,833.17亿元，较上年增长12.17%；净利润为97.71亿元，较上年增长8.22%。

从收入构成情况来看，公司主营业务收入主要来自于空调、冰箱、洗衣机等白色家电业务及渠道综合服务业务，2018年，公司主营业务收入为1,824.94亿元，占营业收入的比例为99.55%，公司主营业务十分突出。2018年，除装备产品外，公司空调业务、冰箱业务、厨电、热水器、洗

衣机业务和渠道综合服务业务收入规模均有所增长，各主要业务板块在收入中的占比较上年均变化不大。具体来看，2018 年，空调收入为 317.73 亿元，较上年增长 10.59%，收入占比为 17.33%；冰箱收入为 543.39 亿元，较上年增长 12.07%，收入占比为 29.64%；厨卫（厨电和热水器）收入为 328.75 亿元，较上年增长 15.11%，收入占比为 17.93%；洗衣机收入为 362.68 亿元，较上年增长 15.06%，收入占比为 19.78%。2018 年，公司装备部品业务收入大幅下降 49.42%至 14.78 亿元，收入占比为 0.81%，主要系业务调整分部口径所致。公司的渠道综合服务及其他业务主要为物流业务，及利用海尔自有渠道网络销售集团产品及第三方产品、Cosmoplat 业务收入，2018 年，渠道综合服务及其他业务收入为 257.62 亿元，收入占比小幅升高至 14.05%。

表1 2018年公司主营业务收入、构成、毛利率及同比情况

项目	2018 年			较 2017 年	
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入变化 (%)	毛利率变化 (个百分点)
空调	317.73	17.41	31.72	10.59	-0.11
冰箱	543.39	29.78	30.36	12.07	-1.68
厨电	249.51	13.67	30.97	7.37	-6.84
热水器	79.24	4.34	45.60	11.48	2.29
洗衣机	362.68	19.87	33.92	15.06	-2.48
装备部品	14.78	0.81	12.87	-49.42	7.58
渠道综合服务业务及其他	257.62	14.12	8.19	23.76	-1.86
合计	1,824.95	100.00	29.00	--	-1.80

资料来源：公司年报

注：2018 年公司业务板块进行调整，故 2018 年各板块收入占比未进行同比。

从收入来源区域来看，2018 年，公司来源于非中国大陆的营业收入占比为 42.02%，基本与 2017 年持平，其中海外收入中近 100%为自有品牌收入。

表2 2018年公司收入来源区域同比情况

项目	2018 年		较 2017 年	
	收入 (亿元)	占比 (%)	收入变化 (个百分点)	占比变化 (个百分点)
中国大陆	1,058.18	57.98	15.25	0.25
非中国大陆	766.77	42.02	7.98	-0.25
合计	1,824.94	100.00	--	--

资料来源：公司提供

从毛利率情况来看，2018 年，除热水器及装备部品业务毛利率有所提升外，公司其他产品毛利率均有所下降，主要系按照新收入准则对部分物流运费进行重分类所致；热水器毛利率较上年小幅上升 2.29 个百分点至 45.60%，主要系产品中高端产品占比增加所致，装备部品业务毛利率上升 7.58 个百分点至 12.87%，主要系业务调整分部口径后，产品结构变化。受上述因素影响，2018 年，公司主营业务毛利率为 29.00%，较上年小幅下降 1.80 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 480.43 亿元，较上年同期增长 10.17%；实现净利润 26.66 亿元，较上年同期增长 9.26%。

总体看，2018 年，公司作为白色家电行业的全球领先企业，在国内和国际市场均占有较高的市场份额，收入规模保持增长，盈利水平稳定，各业务在收入中的占比整体保持稳定；但公司业务综合毛利率水平略有下降。

2. 经营情况

2018 年，公司的空调、冰箱、洗衣机、厨电等家电业务合计占到主营收入的 85%左右，是公司收入的主要来源。

(1) 采购

2018 年，公司主要采购原材料种类变化不大，采购金额较 2017 年增加 4.61%至 402.70 亿元。

表 3 2017~2018 年公司主要原材料采购额（单位：亿元）

原材料项目	2017 年	2018 年
包装箱、包装膜等	9.21	10.90
钢板、铜、铝等金属类	124.90	132.80
压机、电机、两器	103.01	101.80
电子元器件	64.22	68.90
化工注塑	83.62	88.30
合计	384.96	402.70

资料来源：公司提供

注：公司原材料种类众多，其他原材料还包括玻璃外观件、加热器、真空管、集热器、膨胀水箱、阀类等，公司难以归类进行统计，无法提供更进一步的原材料明细。

2018 年，公司向前五名供应商采购额 444.85 亿元，占年度采购总额 26.62%；其中前五名供应商采购额中关联方采购额 315.68 亿元，占年度采购总额 18.89%。

总体看，2018 年，公司采购额有所增加，采购集中度一般。

(2) 生产

截至 2018 年底，公司在全球共设有 122 家工厂，其中国内工厂 68 家，分布在青岛、大连、合肥、沈阳、武汉、郑州、重庆、佛山、贵州等全国 13 个园区内，海外工厂 54 家，遍布美洲、东亚、东南亚、南亚、澳洲、欧洲和中东非地区。

2018 年，公司冰箱、厨卫产能和产量均有所下降，洗衣机和空调产能有所增长；洗衣机产量有所增长，但空调产量有所下降；除厨卫产品外，公司其他产品产能利用率均有所下降。

表 4 2017~2018 年公司主要产品生产情况（单位：万台、%）

产品	项目	2017 年	2018 年
冰箱	产能	2,620.00	2,421.00
	产量	2,179.00	1,816.00
	产能利用率	83.17	75.02
洗衣机	产能	2,211.00	2,634.00
	产量	1,917.00	2,095.00
	产能利用率	86.70	79.54
空调	产能	1,867.00	1,908.00
	产量	1,509.00	1,317.00
	产能利用率	80.82	69.00
厨卫	产能	1,388.00	1,231.00

	产量	1,265.00	1,159.00
	产能利用率	91.14	94.15

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司各产品产能和产量有所变化，但整体产能利用率有所下降。

（3）销售

2018 年，公司主要产品销量均有所增加，除空调价格受产品结构变化影响均价有所下降外，其他产品均价均有所上涨。

表 5 2017~2018 年公司主要产品销售情况（单位：万台、元/台）

产品	项目	2017 年	2018 年
冰箱	销量	1,976.00	2,207.00
	均价	2,384.40	2,461.93
洗衣机	销量	1,974.00	2,077.00
	均价	1,564.95	1,746.47
空调	销量	1,373.00	1,820.00
	均价	2,092.80	1,746.62
厨卫	销量	1,929.00	2,109.00
	均价	1,480.26	1,558.94

资料来源：公司提供

注：表 6 中厨卫产品销量远大于表 5 中的产量，主要系部分产品采用 OEM 形式进行生产。

2018 年，公司向前五名客户销售额 367.97 亿元，占年度销售总额 20.07%；其中前五名客户销售额中无关联方销售。

总体看，2018 年，公司主要产品量价齐升，销售情况良好。

3. 重大在建项目

截至 2018 年底，公司在建工程累计投入资金 11.80 亿元，预计未来仍需投入 10.20 亿元。公司在建项目将主要于 2019 年和 2020 年完工。

表 6 截至 2018 年底公司重大在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	投资总额	累计投入金额	工程进度	资金来源	预计完工日期
黄岛滚筒	8.70	6.10	70.00	自筹	2019 年 12 月
合肥商用	3.80	1.10	44.00	自筹+募集资金	2020 年 12 月
莱阳智慧厨房	2.90	0.90	30.00	自筹+募集资金	2019 年 10 月
中德冰箱	6.70	3.70	70.00	自筹+募集资金	2019 年 6 月
合计	22.00	11.80	--	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，公司主要在建项目待投资规模较小，公司资金压力不大。

4. 经营关注

（1）行业竞争激烈，产品更新换代频繁

公司所在的白色家电行业市场参与者众多，竞争较为激烈，产品更迭速度快，公司面临同行业

间进行价格战的风险，能否持续研发出满足和引领市场需求的新产品是公司保持行业内优势地位的关键因素。

(2) 原材料成本上涨将增加公司成本压力

对于采购规模较大钢板、铜材料、铝材料、化工料等大宗类原材料，受市场价格影响较大，给公司成本控制带来压力。

(3) 跨国并购增加管理难度

公司近年来完成了几笔重要的海外并购，海外业务收入占比持续提升，市场布局得以丰富，但管理难度相应提升，管理人员存在一定缺口，能否实现并购后的强强联合和优势互补存在一定不确定性。另外，公司在海外市场的经营受当地政治经济局势、法律体系和监管制度影响较多，存在一定风险。

5. 未来发展

2019年，公司计划在各产业引领的基础上，提升智慧家庭成套解决方案的全流程竞争力，深入推进全球化运营，持续提升冰箱、洗衣机、热水器等优势产业的行业地位，继续强化空调、厨电业务的发展。

中国市场：聚焦用户体验、客户利益，坚持“建触点网络，树行业壁垒，搭并联平台，创终身用户”的工作方针，深化零售转型，重点推进以下工作：（1）推进渠道转型和电商转型。①渠道转型方面，实施全网管理下的渠道竞争力升级，提升在薄弱区域、空白商圈、空白乡镇的网络覆盖率。②电商渠道方面，提升空调、厨电产品竞争力，规划和落地在线高端成套方案。（2）打造方案、品牌壁垒。①聚焦行业第一成套解决方案竞争力，推进不同类别的触点网络建设，持续升级五大成套能力。②卡萨帝品牌推进从产品引领到生活方式的引领，围绕用户极致体验升级运营体系。③统帅品牌打造年轻化壁垒，成为年轻人定制的首选。（3）推进营销转型与数字化平台竞争力提升，实现用户第一口碑。

海外市场：以用户需求为中心，以“做高端，做终端”为市场转型升级方向，推进人单合一在海外的落地复制和引领，提升全球资源协同能力，进一步深化“研发、制造、营销”三位一体的全球化运营。（1）产品端，坚持高端引领创牌策略，通过差异化的高端产品引领市场；（2）市场端，聚焦“创牌引领、高端转型”策略，通过样板机制和资源对赌，积极推进包括创客、客户、用户在内的全流程、零距离交互平台的建设；通过发布海外终端展示升级标准，有效提升海尔高端品牌的用户体验。

智慧家庭生活平台：（1）面向全类型家庭个性化用户需求，迭代设计“5+7+N”家庭空间和领域生活解决方案，落地7大品牌套系产品。（2）强化IOT平台，迭代建设大数据家庭云脑，推出触控和语音的主动服务。（3）优化线上线下全触点，重点布局一线城市和骨干城市。（4）继续落地食品和衣物生态解决方案，迭代食联网诚信平台和衣联网生态模式。

总体看，公司2019年发展规划较为具体，符合公司发展现状，可行性较高，有利于巩固公司在白色家电行业的市场领先地位。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年度财务报表经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，公司 2019 年 1~3 月合并财务报表未经审计。财政部于 2017 年分别颁布了《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》等（以下合称“新金融工具准则”）及《企业会计准则第 14 号——收入》，并于 2018 年颁布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），公司及其子公司自 2018 年 1 月 1 日起执行上述企业会计准则修订及通知，对会计政策及财务报表相关内容进行调整。公司及其子公司本期首次执行新金融工具准则及收入准则，按照财政部会计司《关于 2018 年度一般企业财务报表格式有关问题的解读》的规定，上述会计政策变更对合并资产负债表期初数有影响。

截至 2018 年底，公司合并范围包括母公司及 105 家子公司，与上年相比增加 14 家子公司，考虑到公司经营规模很大且主营业务未发生变化，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,667.00 亿元，负债总额 1,115.69 亿元，所有者权益合计 551.30 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益合计 394.02 亿元；2018 年，公司实现营业收入 1,833.17 亿元，净利润（含少数股东损益）97.71 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 74.40 亿元；经营活动产生的现金流量净额 189.34 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.57 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1,774.45 亿元，负债总额 1,202.84 亿元，所有者权益合计 571.60 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益合计 410.77 亿元；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 480.43 亿元，净利润（含少数股东损益）26.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 21.36 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.24 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.20 亿元。

2. 资产及负债结构

（1）资产

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,667.00 亿元，较年初增长 6.07%，流动资产和非流动资产均有所增长，其中流动资产和非流动资产占比分别为 56.55%和 43.45%，资产构成以流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产合计 942.60 亿元，较年初增长 4.06%，主要系货币资金和应收票据增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 39.74%）、应收票据（占比 15.09%）、应收账款（占比 11.07%）和存货（占比 23.74%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 374.56 亿元，较年初增长 4.55%，其中银行存款余额为 354.84 亿元，占比 94.73%；银行存款中作为保证金的受限金额为 14.12 亿元，占比 3.77%。

截至 2018 年底，公司应收票据为 142.21 亿元，较年初增长 9.11%，主要系销售额增长所致，主要为商业承兑汇票。

截至 2018 年底，公司应收账款为 104.31 亿元，较上年减少 19.08%，计提坏账准备 3.44 亿元，计提比例 3.19%；从账龄看，一年以内的应收账款占比 95.26%，账龄较短；从集中度看，前五名应收账款账面余额为 28.48 亿元，占比 26.44%，集中度尚可。

截至 2018 年底，公司存货净额为 223.77 亿元，较年初变动不大，主要由库存商品（占 88.21%）和原材料（占 10.90%）构成；公司累计计提存货跌价准备 8.69 亿元，计提比例为 3.74%，主要为库存商品和原材料的跌价准备。

非流动资产方面，截至 2018 年底，公司非流动资产合计 724.39 亿元，较年初增长 8.80%，主要系在建工程 and 无形资产增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 19.28%）、固定资产（占 23.91%）、在建工程（占 5.35%）、无形资产（占 12.71%）和商誉（占 29.20%）构成。

截至 2018 年底，公司长期股权投资合计为 139.66 亿元，较年初增长 7.54%，主要系公司增加对北京一数科技有限公司、深圳根元环保科技有限公司、青岛河钢新材料科技有限公司在内的 6 家联营公司的投资所致；公司目前共投资了含海尔集团财务有限责任公司、青岛银行股份有限公司等 28 家联营子公司，长期股权投资采用权益法计量。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 173.20 亿元，较年初增长 1.01%，变化不大，主要由房屋及建筑物（占 38.06%）和生产设备（占 61.45%）构成；2018 年增加计提折旧 23.66 亿元，在建工程转入固定资产 23.48 亿元；累计计提折旧 117.59 亿元，固定资产成新率 58.70%，成新率一般。

截至 2018 年底，公司在建工程余额为 38.73 亿元，较年初增长 140.50%，主要系公司持续加大对日日顺物流供应链项目、青岛特种制冷电器项目等项目投资所致；公司在建工程累计计提减值准备 0.23 亿元，主要系针对美国 GEA 项目所计提。

截至 2018 年底，公司无形资产净额为 92.09 亿元，较年初增长 11.95%，主要系应用管理软件增加所致，公司无形资产主要由专用技术（占 11.39%）、特许使用权（占 39.61%）、土地使用权（占 20.25%）、商标权（占 13.60%）和应用管理软件及其他（占 15.15%）构成，累计摊销 19.59 亿元，摊销比例 17.52%。

截至 2018 年底，公司商誉为 211.56 亿元，较年初增长 3.99%，主要系美国 GEA 项目的汇率变动所致；公司根据未来现金流折现法进行计算，商誉未计提减值。

截至 2018 年底，公司受限资产主要为货币资金、应收票据、固定资产和应收账款，受限资产合计 139.61 亿元，占总资产的比例为 8.38%，受限比例低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1,774.45 亿元，其中流动资产占比 54.40%，资产结构较年初变化不大。

总体看，截至 2018 年底，公司资产规模有所增长，以流动资产为主；流动资产中货币资金和存货占比较高，非流动资产中固定资产和商誉占比较大；公司整体资产质量尚可。

（2）负债及所有者权益

截至 2018 年底，公司负债合计为 1,115.69 亿元，较年初增长 2.06%，其中流动负债和非流动负债分别占 71.78%和 28.22%，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 800.82 亿元，较年初减少 1.51%，流动负债主要由应付票据（占 24.51%）、应付账款（占 34.66%）、合同负债（占 6.85%）和其他应付款（占 15.84%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据合计 196.26 亿元，较年初增长 19.83%，主要系本期以银行承兑汇票结算方式增多所致；公司应付账款合计 277.59 亿元，较年初增长 5.80%，主要系采购增加所致；合同负债 54.82 亿元，主要系公司预收货款增加所致，全部为当年新增；公司其他应付款为 126.86 亿元，较年初增长 12.17%，其中应付利息占比 0.82%、应付股利占比 1.28%、其他应付款占比 97.90%。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 314.88 亿元，较年初增长 12.44%，主要系新发行债券所致。截至 2018 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 49.36%）、应付债券（占 29.19%）、预计负债（占 9.02%）和其他非流动负债（占 5.79%）构成。截至 2018 年底，公司长期借款余额为 155.41 亿元，较年初减少 3.9%，主要系保证加抵押借款减少所致；公司应付债券余额为 91.92 亿元，较年初增长 47.99%，主要系公司发行“海尔转债”所致，期限为 6 年期；公司预计负债余额为 28.40 亿元，较年初增长 6.73%，主要为预计三包安装费增加所致；公司其他非流动负债余额为 18.24 亿元，较年初增长 52.31%，主要系对少数股东权益的回购义务增加所致。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 539.27 亿元，较年初减少 3.11%，主要系短期债务减少所致，其中短期债务占 54.14%，长期债务占 45.86%，长期债务占比小幅上升。截至 2018 年底，公司资产负债率为 66.93%，较年初下降 2.62 个百分点；公司全部债务资本化比率为 49.45%，较年初下降 4.32 个百分点；公司长期债务资本化比率为 30.97%，较年初变化不大。公司整体负债水平较年初变化不大，债务负担有所减轻。

截至 2019 年 3 月底，公司负债 1,202.84 亿元，较年初增长 7.81%，主要系流动负债增长所致，其中流动负债占比 72.61%，非流动负债占比 27.39%，负债结构较年初变化不大，仍然以流动负债为主；公司全部债务合计 573.30 亿元，较年初增长 6.31%，其中短期债务占比 60.41%，长期债务占比 39.59%。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 551.30 亿元，较年初增长 15.22%，主要系未分配利润增加所致，其中归属于母公司所有者权益占比 71.47%。截至 2018 年底，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 16.16%，资本公积占 5.61%，盈余公积占 5.81%，未分配利润占 68.17%，公司未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 571.60 亿元，较年初变化不大，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，截至 2018 年底，公司负债规模变化不大，依然以流动负债的主；公司债务负担有所减轻；公司所有者权益有所增长，但未分配利润占比仍较高，所有者权益稳定性有待提高。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 1,833.17 亿元，较上年增长 12.17%，主要系产品销售回款增长所致；公司营业成本 1,301.54 亿元，较上年增长 15.58%；公司实现净利润 97.71 亿元，较上年增长 8.22%，其中归属于母公司的净利润为 74.40 亿元，较上年增长 7.71%。

期间费用方面，2018 年，公司费用总额合计为 429.97 亿元，较上年增长 1.71%；其中销售费用为 286.53 亿元，较上年减少 1.18%；管理费用为 83.24 亿元，较上年增长 16.18%，主要系薪酬费用增长所致；财务费用为 9.39 亿元，较上年减少 41.45%，主要系汇兑损益减少所致；研发费用 50.81 亿元，较上年增长 12.66%，主要系薪酬费用、研发设备类支出、检验检测费等增加所致。2018 年，公司费用收入比为 23.46%，较上年下降 2.41 个百分点，期间费用控制能力较上年有所增强，但公司期间费用对利润侵蚀严重。

2018 年，公司投资收益 19.23 亿元，较上年增长 29.68%，主要系对联营企业和合营企业的投资收益增加所致，占营业利润的比例为 16.88%；公司其他收益为 8.95 亿元，主要系公司收到的政府补助，占营业利润的比例为 7.85%，公司非经常性损益对利润有一定贡献。

2018 年，公司总资本收益率为 10.57%，较上年下降 0.43 个百分点；总资产报酬率为 8.09%，较上年下降 0.19 个百分点；净资产收益率为 18.98%，较上年下降 2.16 个百分点。公司盈利指标

呈现小幅下降，且盈利能力略有下降。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 480.43 亿元，较上年同期增长 10.17%，公司实现净利润 21.36 亿元，较上年同期增长 9.41%。

总体看，2018 年，公司营业收入和净利润均有所增长；费用控制能力有所增强，非经常性损益对利润有一定贡献，整体盈利能力仍很强。

4. 现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动产生的现金流入为 1,909.22 亿元，较上年增长 12.37%，主要系公司销售规模增长所致；公司经营活动产生的现金流出为 1,719.88 亿元，较上年增长 12.26%，主要系购买商品、接受劳务支付现金增加所致。受上述因素影响，2018 年，公司经营活动现金流量净额为 189.34 亿元，较上年增长 13.35%。从收入质量上看，2018 年，公司的现金收入比为 102.83%，较上年变化不大，收入实现质量较好。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入为 22.30 亿元，较上年增长 71.69%，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金流入增长所致；公司投资活动现金流出为 98.96 亿元，较上年增长 40.55%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产导致现金流出增加所致。受上述因素影响，2018 年，公司投资活动现金流量净额为-76.66 亿元，净流出规模较上年增长 33.51%。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入为 187.08 亿元，较上年下降 30.38%，主要系公司清偿部分短期借款所致；公司筹资活动现金流出为 291.98 亿元，较上年增长 10.76%，主要系支付其他与筹资活动有关现金所致。受上述因素影响，2018 年，筹资活动现金流量净额为-104.89 亿元，筹资活动现金流由净流入转为净流出。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 13.24 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-53.28 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 32.25 亿元。

总体看，2018 年，公司经营现金流状况较佳，收入实现质量较好；公司投资活动现金净流出规模有所扩大，筹资活动现金转为大额净流出。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受流动资产增加影响，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 1.11 倍上升至 1.18 倍；速动比率由年初的 0.84 倍上升至 0.90 倍。2018 年，公司经营现金流动负债比率由年初的 20.54% 上升到 23.64%。截至 2018 年底，公司现金短期债务比由年初的 1.46 倍上升至 1.83 倍。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 162.34 亿元，较年初增长 7.93%，主要系利润总额增长所致；公司 EBITDA 主要由利润总额（占 71.64%）和折旧（占 15.70%）构成，计入财务费用的利息支出（占 9.02%）和摊销（占 3.65%）占比较低。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 10.51 倍上升至 11.08 倍，EBITDA 对利息的保障能力很强；EBITDA 全部债务比由上年的 0.27 倍提高至 0.30 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖能力强。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2018 年底，公司不存在应披露的重大未决诉讼等或有事项，无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行综合授信 628 亿元，已使用 281 亿，未使用 347 亿，公司间接融资渠道较为畅通；作为上市公司，公司具有直接融资渠道。

根据代码为 G1037021200112050B 的人民银行征信报告，截至 2019 年 1 月 24 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019年3月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达517.80亿元，约为“海尔转债”本金合计（30.0749亿元）的17.22倍，公司现金类资产对“海尔转债”债券本金的覆盖程度非常高；净资产达571.60亿元，约为“海尔转债”债券本金合计（30.0749亿元）的19.01倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“海尔转债”债券本金的按期偿付起到非常强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为162.34亿元，约为“海尔转债”债券本金合计（30.0749亿元）的5.40倍，公司EBITDA对“海尔转债”债券本金的覆盖程度很强。

从现金流情况来看，2018年，公司经营活动产生的现金流入1,909.22亿元，约为“海尔转债”债券本金合计（30.0749亿元）的63.48倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度而非常强。

综合以上分析，考虑到公司作为白色家电制造行业的全球领先企业，在行业地位、生产规模、研发实力、市场布局等方面具有的综合竞争优势，联合评级认为，公司对“海尔转债”的偿还能力极强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为白色家电制造行业的全球领先企业，在行业地位、生产规模、研发实力、市场布局等方面仍具有很强的综合竞争优势。2018年，公司整体经营情况良好，主要产品销量均有所增长，资产及收入规模保持增长，经营活动现金流状况较佳。同时，联合评级也关注到白电行业竞争激烈、原材料价格波动、公司主要产品产能利用率均有所下降、商誉规模较大以及应收账款和存货对资金存在一定占用等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司智慧家庭战略的持续推进、零售转型带来的运营效率提升、高端品牌占比增加和全球化布局基本完成，公司在全球采购、生产、研发、渠道等方面将实现协同优势，综合竞争实力将进一步增强，有望继续保持在全球白电行业中的领导地位。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“海尔转债”的债项信用等级为AAA。

附件 1 青岛海尔股份有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	1,571.64	1,667.00	1,774.45
所有者权益（亿元）	478.49	551.30	571.60
短期债务（亿元）	334.09	291.94	346.35
长期债务（亿元）	222.48	247.33	226.96
全部债务（亿元）	556.57	539.27	573.33
营业收入（亿元）	1,634.29	1,833.17	480.43
净利润（亿元）	90.28	97.71	26.66
EBITDA（亿元）	150.41	162.34	--
经营性净现金流（亿元）	167.04	189.34	13.24
应收账款周转次数（次）	12.78	15.21	--
存货周转次数（次）	5.84	5.59	--
总资产周转次数（次）	1.13	1.13	0.28
现金收入比率（%）	102.57	102.83	102.87
总资本收益率（%）	11.00	10.57	--
总资产报酬率（%）	8.28	8.09	--
净资产收益率（%）	21.14	18.98	4.75
营业利润率（%）	30.59	28.53	28.64
费用收入比（%）	28.63	26.23	19.75
资产负债率（%）	69.55	66.93	67.79
全部债务资本化比率（%）	53.77	49.45	50.07
长期债务资本化比率（%）	31.74	30.97	28.42
EBITDA 利息倍数（倍）	10.51	11.08	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.27	0.30	--
流动比率（倍）	1.11	1.18	1.11
速动比率（倍）	0.84	0.90	0.84
现金短期债务比（倍）	1.46	1.83	3.05
经营现金流动负债比率（%）	20.54	23.64	1.52
EBITDA/待偿本金合计（倍）	5.01	5.41	--

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

2.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

3.2019 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。